

Tatlıpınar Enerji

Güçlenen varlık yapısı ile yüksek büyüme

Tatlıpınar Enerji hisselerini 'AL' önerisi ile Araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. TATEN için 12 aylık hedef fiyatımızı %53 getiri potansiyeli ile 75,82 TL olarak belirliyoruz. Tatlıpınar Enerji'nin i) son dönemde gerçekleştirdiği yatırımlarla artan kurulu gücü ii) sahip olunan santrallerden YEKDEM garantili elektrik satışları iii) depolamalı enerji santrallerinin sağlayacağı operasyonel avantajlarını öne çıkaran ana unsurlar olarak görüyoruz. Tatlıpınar Enerji için 2025 ve 2026 yılı FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 7,3x ve 5,1x; F/K çarpanlarını da 12,6x ve 8,5x olarak tahmin ediyoruz.

YEKDEM garantili elektrik satışları ve kurulu güçteki artışın desteğinde yüksek büyüme

Tatlıpınar Enerji, 2020 – 2024 döneminde varlık yapısını güçlendirmesiyle güçlü finansal sonuçlar elde etmeyi başardı. Santrallerin YEKDEM dahilinde olması şirketin finansal performansının istikrarı için yüksek öneme sahiptir. Şirket tarafından üretilecek elektriğin YEKDEM dahilinde satış süresini ortalama 5 yıl olarak hesaplıyoruz. Şirket'in 2024 için elektrik üretim tahminimiz yıllık bazda %20,3 artışla 693 GWh seviyesinde gerçekleşmesi yönünde bulunuyor. 2024'te gerçekleşen elektrik üretiminin tamamının YEKDEM kapsamında satılacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, 2024 sonuna ilişkin satış gelirlerinin yıllık bazda %51 artışla 2.044 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Brüt karın yıllık bazda %44,3 artışla 1.083 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörürken, brüt kar marjının yıllık bazda 2,55 puan gerileyerek, %53 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Brüt kar marjının yıllık bazda geri çekilmesinde enflasyondaki yükselişe bağlı olarak elektrik giderlerinde artan katkı payı ödemelerinin etkili olduğunu hesaplıyoruz. 2025 yılına ilişkin olarak ise Şirket'in elektrik üretiminin yıllık bazda %58,9 artışla 1.101,6 GWh seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, satış gelirlerinin ise yıllık bazda %77 artışla 3.613 mn TL seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Brüt karlılığın yıllık bazda %95 artışla 2.112 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini ve brüt kar marjının yıllık bazda 5,5 puan iyileşme kaydederek, %58,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Yatırımların desteğinde güçlenen varlık tabanı

Tatlıpınar Enerji, son dönemde yapmış olduğu yatırımlarla birlikte varlık yapısını güçlendirmeye devam ediyor. 2020 yılından bu yana 190 MW'a varan kapasite artışıyla 2024 yıl sonunda 317 MW'a yükselen kurulu gücün 2025 yılı içerisinde depolamalı enerji santrallerinin devreye alınmasıyla birlikte artış göstermeye devam etmesini bekliyoruz. 2025 yılında 50 MW'lık depolamalı enerji santralinin devreye alınmasını, buna ek olarak, Kürekdağı, Esenköy ve Taşova santrallerinde de ilave kapasite artışlarının devreye alınacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, toplam kurulu gücün 2025'te 81 MW ek artışla 398 MW seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

AL

Hisse Fiyatı: 49,50 TL

Hedef Fiyat: 75,82 TL

Getiri Potansiyeli: %53

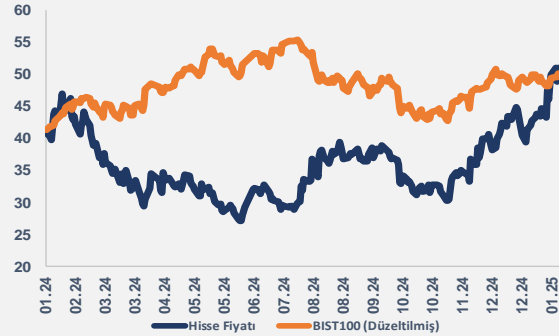
Özet Veriler

Hisse Kodu	TATEN
Cari Fiyat (TL)	49,50
52H En Yüksek (TL)	51,80
52H En Düşük (TL)	26,96
Piyasa Değeri (mn TL)	13.885
Piyasa Değeri (mn USD)	390
Halka Açıklık Oranı (%)	25,03
Konsensus HF (TL)	
Konsensus Tavsiye	
3A Hacim (mn USD)	27,8
HLY HBK (2025T)	3,94
Konsensus HBK (2025T)	

Tahminler ve Rasyolar

	2023G	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar (mn TL)	1.352	2.044	3.613	4.713
Yıllık Büyüme		51%	77%	30%
FAVÖK (mn TL)	952	1.336	2.372	3.127
Yıllık Büyüme		40%	78%	32%
Net Kar (mn TL)	592	905	1.105	1.627
Yıllık Büyüme		53%	22%	47%
FAVÖK Marjı	70,4%	65,3%	65,7%	66,4%
Net Kar Marjı	43,8%	44,3%	30,6%	34,5%
FD/Satışlar	10,0x	8,7x	4,8x	3,4x
FD/FAVÖK	14,3x	13,4x	7,3x	5,1x
F/K	14,6x	15,3x	12,6x	8,5x
PD/DD	1,8x	2,4x	2,0x	1,6x
Hisse Başı Kar (TL)	2,11	3,23	3,94	5,80
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	16,70	20,34	24,78	31,31

Fiyat Performansı



Kaynak: HLY Araştırma, Reuters, Bloomberg

Sektördeki yatırım ihtiyacı yenilenebilir enerjiye olan ilgiyi canlı tutmaya devam ediyor

Ekonomik aktivitenin iyileşmesiyle birlikte gelişen teknoloji, sanayi tarafında makineleşmenin hız kazanması ve ülkelerin elektrik üretimindeki bağımsızlığının önem kazanmasıyla birlikte yerli kaynaklara olan ilginin artması enerji sektörünün canlılığını korumasına yardımcı olmaya devam ediyor. Sektöre ilişkin gelişmeleri değerlendirdiğimizde teknoloji tarafında yoğun elektrik kullanımı gerektiren yapay zekanın birçok sektörde kullanılmaya başlanmasının ardından söz konusu gelişmeler paralelinde elektrik talebinde de artış bekleniyor. Benzer bir teknolojik gelişme kripto piyasalarının hayatımızın bir parçası olduğunda da görülmüştü. Kripto madenciliğiyle birlikte elektrik talebinde görülen ani artışlar birçok ülkede elektrik talebinin hızla artış göstermesine neden olmuştu. Sanayi tarafındaki gelişmelere baktığımızda ise maliyetlerin azaltılması ve teknolojik gelişmelerin sanayiye adapte edilmesiyle verimliliğin artırılmaya çalışılması elektrik talebindeki artışta etkili olan diğer önemli unsur oldu. Öte yandan, arz güvenliğine yönelik endişeler Ukrayna – Rusya savaşının ardından Rus gazına erişimin kısıtlanması ve LNG ihtiyacının artmasıyla ülkelerin elektrik talebini karşılamakta zorlanması sonucu, yenilenebilir enerji kaynakları ile yerli üretimin ortaya çıkmasında etkili olmuştu.

Yatırımlarla güçlenen varlık yapısı ve YEKDEM ile korunaklı finansallar

Tatlıpınar Enerji, yenilenebilir enerji alanında faaliyet göstermekte olup, hem satın almalar hem de yeni yatırımlarla birlikte kurulu gücünü artırmıştır. Enerji sektöründeki faaliyetlerine 2011 yılında başlayan şirket, elektrik üretimine ise 2019 yılında santrallerin devreye alınmasıyla birlikte başlamış oldu. Süreç içerisinde Ağaoğlu Yenilenebilir Enerji Yatırım Holding A.Ş.'nin paylarının devralınması, ilave kurulu güç yatırımları ve depolamalı yenilenebilir enerji santral yatırımlarıyla birlikte kurulu gücünü 317 MW'a yükseltmiş oldu. Kurulu güçte görülen iyileşme paralelinde elektrik üretimi artış gösterirken, şirket üretmiş olduğu elektriğin tamamını YEKDEM kapsamında döviz garantili olarak sattı. Önümüzdeki dönemde de yenilenebilir enerji alanındaki yatırımlarına devam etmesini beklediğimiz şirketin, bahsetmiş olduğumuz depolamalı yenilenebilir enerji alanındaki yatırımların katkısıyla, 2025'te toplam kurulu gücünün 398 MW'a ulaşmasını bekliyoruz. Bu yıl genelinde de Şirket'in üreteceği elektriğin tamamının satışının YEKDEM üzerinden gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, elektrik fiyatlarındaki gelişmeler doğrultusunda 2025'te PTF beklentimiz 69,5\$/MWh seviyesinde bulunuyor.

Tatlıpınar Enerji, 2020 – 2024 döneminde varlık yapısını güçlendirmesiyle güçlü finansal sonuçlar elde etmeyi başardı. Santrallerin YEKDEM dahilinde olması şirketin finansal performansının istikrarı için yüksek öneme sahiptir. Şirket tarafından üretilecek elektriğinin YEKDEM dahilinde satış süresini ortalama 5 yıl olarak hesaplıyoruz. Tatlıpınar, Kürekdagi, Taşova ve Esenköy santrallerinde kapasite artışları ve depolamalı batarya yatırımlarının desteğiyle, şirketin kurulu gücünde yaşanacak artışın 2025 ve 2026 dönemlerinde güçlü büyümeler sunacağını öngörüyoruz.

Riskler

Tatlıpınar Enerji, enerji sektöründe yenilenebilir enerji alanında üretici konumunda yer almaktadır. Bu çerçevede baktığımızda sektör dinamiklerine bağlı olarak yürürlüğe girecek olan mevzuatsal değişiklikler şirket için önem arz etmektedir. Ayrıca, elektrik satış fiyatı ve elektrik üretim miktarlarının tahminimizin altında gerçekleşmesi ve planlanan yatırımların faaliyete başlama tarihlerinde yaşanacak olası gecikmeler projeksiyon dönemimiz için ortaya çıkan önemli riskler arasında sıralanabilir.

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti

Tatlıpınar Enerji'nin 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerini kullandık. İNA ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerine sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verdik.

İndirgenmiş Nakit Akımı modelimiz, 12 aylık 23.773 milyon TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. 2025-2034 yıllarını kapsayan 10 yıllık dönemi projekte ettiğimiz İNA modelimizde, terminal değer hesaplamamızda exit multiple yönetimini kullanırken şirketin 2024 yılından bu yana ortalama EV/EBITDA değerini baz alıp, beta katsayısını 1,0, özsermaye maliyetini %25,55, risksiz faiz oranını %20 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %17,6 olarak varsaydık. Tahminlerimize göre, projeksiyon dönemimiz boyunca ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin ortalama %21,90 olacağını öngörüyoruz.

Benzer şirket çarpanları sonuçlarına göre ise 17.508 milyon TL 12 aylık hedef şirket değerine ulaşmaktayız. Benzer şirket karşılaştırmasında, yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren küresel ölçekte elektrik üretim şirketlerinin EV/EBITDA çarpanını baz alıp, eşit ağırlıklandırarak modelimize dahil ettik.

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış değerlendirme modelimizde TATEN için 12 aylık hedef fiyatımız, 75,82 TL seviyesinde olup, %53 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Tablo 1 : Değerleme Özeti

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	23.773	60%	14.264
Benzer Şirketler	17.508	40%	7.003
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			21.267
Hisse Adedi			281
Hisse Fiyatı			49,5
12 Aylık Hedef Fiyat			75,82
Yükseliş Potansiyeli			53%

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma



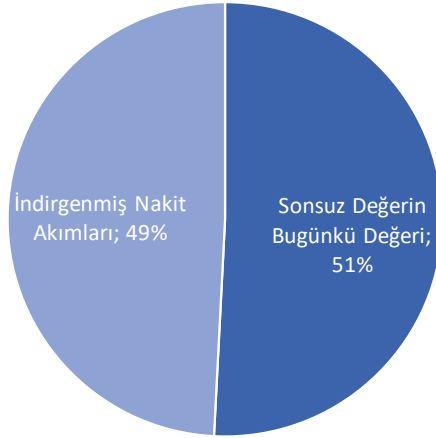
Değerleme Özeti

Tablo 2 : İNA Değerleme (Konsolide)

İNA Değerleme	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Revenue	3.613	4.713	5.518	6.249	7.088	8.133	9.023	9.937	10.872	11.831
EBIT	2.041	2.781	3.342	3.866	4.475	5.263	5.902	6.548	7.198	7.850
FAVÖK	2.372	3.127	3.698	4.235	4.859	5.662	6.320	6.986	7.657	8.333
(-) Vergi @ FVÖK	-408	-556	-668	-773	-895	-1.053	-1.180	-1.310	-1.440	-1.570
(-) Yatırım Harcamaları	-181	-141	-110	-125	-142	-163	-180	-199	-217	-237
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	39	22	8	3	1	-6	3	6	10	13
Serbest Nakit Akışı	1.822	2.451	2.927	3.340	3.823	4.441	4.962	5.484	6.009	6.539
AOSM	1,20	1,45	1,76	2,14	2,61	3,18	3,89	4,76	5,83	7,15
İndirgenmiş Nakit Akışı	1.521	1.688	1.661	1.558	1.464	1.395	1.276	1.152	1.031	915
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	14.111									
İndirgenmiş Nakit Akımları	13.661									
Şirket Değeri (TL mn)	27.772									
Net Borç (-)	2.497									
Azınlık Payları	1.502									
Hedef Özsermaye Değeri (TL mn)	23.773									
Piyasa Değeri (TL mn)	13.885									
Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı	281									
Hisse Fiyatı	50									
Hedef Hisse Fiyatı	84,75									
Yükseliş Potansiyeli	71,2%									

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma

Grafik 1 : Şirket Değeri Kırılımı



Kaynak: Halk Yatırım Araştırma

Benzer Şirket Karşılaştırması

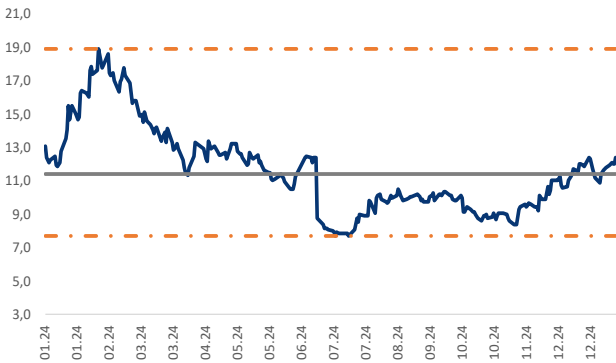
Tablo 3 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Yurt İçi Benzer Şirket	Konsensus Tahminleri		Yurt Dışı Benzer Şirket	2025T	
	2025T	2025T		FD/FAVÖK	F/K
AKENR	13,54	1,55	7C SOLARPARKEN A	6,11	14,65
AKFYE	9,96	3,98	TERNA ENERGY SA		
AKSEN	11,24	9,91	ALERION	10,16	18,34
AYDEM	7,66		AUDAX RENOVABLES	7,26	10,57
AYEN	11,97	11,18	GREENERGY RENOVAB	9,04	8,76
BIOEN	51,48	9,20			
CANTE	5,11				
CATES	5,95	22,24			
GWIND	11,24	17,71			
MOGAN	7,08				
ODAS	2,12				
ZOREN	11,23	1,45			
TATEN	7,33	12,57	TATEN	7,33	12,57
Medyan	10,60	9,55	Medyan	8,15	12,61
Prim / İskont	-31%	32%	Prim / İskonto	-10%	0%
Ortalama	12,38	9,65	Ortalama	8,14	13,08
Prim / İskont	-41%	30%	Prim / İskonto	-10%	-4%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Tatlıpınar Enerji'yi, küresel ölçekte benzer enerji şirketleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 7,33x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %10 iskontolu; 12,57x olan 2025T F/K çarpanına göre adil değerinden işlem görmektedir. Tatlıpınar Enerji'yi yurt içi benzer şirketler ile karşılaştırdığımızda tahminlerimize göre 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %31 iskontolu; F/K çarpanına göre %32 primli işlem görmektedir.

Grafik 2 : 1 yıllık tarihsel F/K rasyosu



Grafik 3 : 1 yıllık tarihsel FD/FAVÖK rasyosu



Kaynak: Bloomberg, Halk Yatırım Araştırma

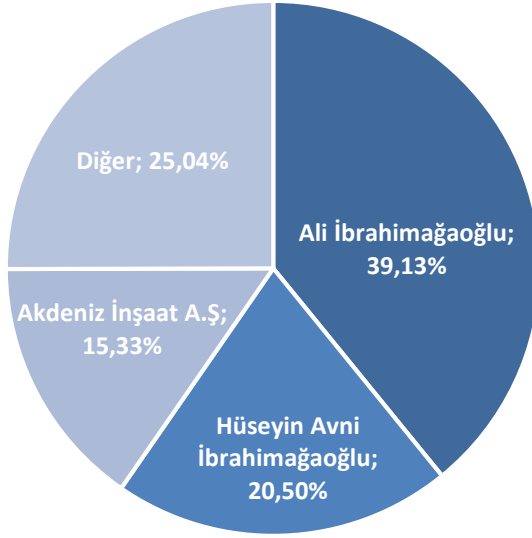
Şirket Profili ve Operasyonlar

Yatırımların desteğiyle artan kurulu güç paralelinde yüksek büyüme

Yenilenebilir Enerji alanında faaliyet gösteren Tatlıpınar Enerji Üretim, yerli ve temiz enerji kaynaklarının en verimli şekilde kullanılarak yenilenebilir enerji üretimine katkıda bulunmak amacıyla 2011 yılında kurulmuştur. Bu çerçevede şirket, 2012 yılında üretim lisansını alırken, 2019 Kasım ayında 5 türbini (19,5 MW) işletmeye alarak operasyonel faaliyetlerine başlamıştır. Hali hazırda 4 adet santrali bulunan Şirket'in Balıkesir, Amasya, Yalova ve Bursa'da bulunan santrallerindeki toplam kurulu gücü 317 MW'tır. Kurulu gücün kırılımına baktığımızda ise Rüzgar Enerji Santrallerinin toplam kurulu gücü 217,5 MW, Güneş Enerji Santrallerinin toplam kurulu gücü 78 MW ve Hidroelektrik Enerji Santrallerinin toplam kurulu gücü 21,50 MW'tır. Şirket'in sahip olduğu santraller Yenilenebilir Enerji Kanunu uyarınca, YEKDEM kapsamında ABD Dolarına endeksli sabit fiyatlı alım garantisine sahiptir. Tatlıpınar RES santrali için YEKDEM fiyatı 2025 yıl sonuna kadar yerli katkı payı dahil olarak 94 \$ / MWh iken, 2026 - 2030 dönemi boyunca 73 \$ / MWh'tir. Umutlu, Esenköy ve Kürekdağı santralleri için halihazırda geçerli olan YEKDEM fiyatı ise 73 \$ / MWh'tir.

2020 yılında 128,6 MW kurulu güce sahip olan şirket, 2024 yılı Aralık ayı itibarıyla 317 MW kurulu güce ulaştı. Şirket zaman içerisinde kurulu güç artışlarını devreye almaya devam ederken, 2023 yılında Ağaoğlu Yenilenebilir Enerji Yatırım Holding A.Ş.'nin %22,5'lik yönetim imtiyazlı hisselerini devralması kurulu gücündeki hızlı iyileşmede en önemli unsur oldu. Satın alma sonrasında söz sahibi olduğu kurulu güç 215 MW'a ulaştı. Şirket 2023 yılında 576,36 GWh elektrik üretimi gerçekleştirirken, üretiminin %57,7'si Tatlıpınar RES tarafından gerçekleşti. Tatlıpınar RES, yalnızca toplam üretim içerisindeki ağırlığı değil, diğer santrallere görece sahip olduğu yüksek YEKDEM fiyatı ile şirket finansalları için oldukça önemli bir konuma sahiptir.

Grafik 4 : Ortaklık Yapısı



Kaynak: Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş.



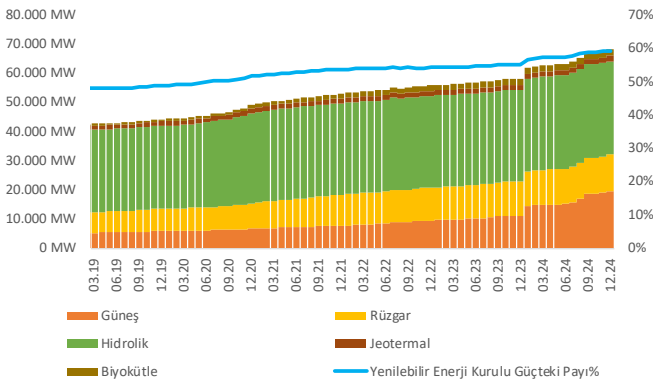
Sektör Görünümü

Türkiye’de enerji sektöründe son dönemde hükümet tarafından uygulamaya alınan teşviklerinde desteğiyle dönüşüm sürecinin başladığını takip ediyoruz. Artan yatırım iştahıyla birlikte kurulu güçte hızlı bir artış yaşanırken, yakın dönemde ortaya çıkan arz güvenliği endişeleri, yatırımların yenilenebilir enerji alanında yoğunlaşmasına neden oldu. Jeopolitik riskler göz önüne alındığında yenilenebilir enerji kaynaklarına yatırımların ön plana çıkması aynı zamanda dışa bağımlılığı azaltırken, ülkelerin mali yapısında güçlenmesine destek oluyor. Hatırlanacağı üzere, 2024 yılının Ocak – Kasım döneminde enerji harcamaları 43,6 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Öte yandan, yakın dönemde küresel ölçekte de önemi artan ‘net sıfır karbon’ hedefi için Türkiye enerji sektörü çalışmalarını yürütüyor. Türkiye, yenilenebilir enerji alanında atılan adımların yanı sıra devam eden yatırımlarında desteğiyle, 2053 yılında net sıfır emisyon hedefine ulaşmayı hedefliyor.

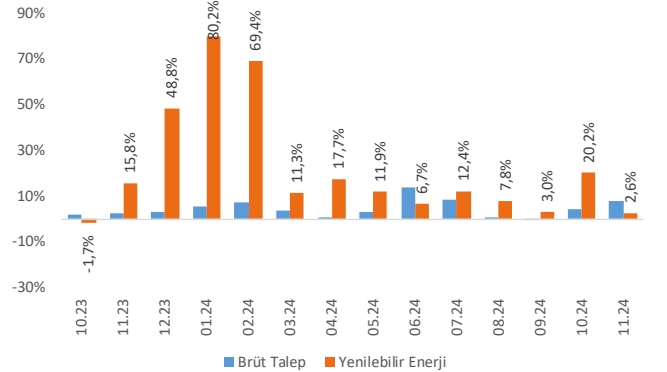
Bu gelişmeler kapsamında yenilenebilir enerji alanındaki yatırımlarla yeşil enerjinin kurulu güç içerisindeki payı artış gösterirken, üretim içerisinde de önemli bir konuma sahip oldu. Yenilenebilir enerji kaynaklarının kurulu gücü 2024 yılında 9,8 GW artışla 68,6 GW’e yükseldi. Gerçekleşen kurulu güç artışında güneş enerji santrallerinin katkısı oldukça yüksekti. 2024 yılında GES kurulu gücü 8,3 GW artış gösterirken, RES kurulu gücü 879 MW artış kaydetti ve toplam RES ve GES kurulu gücü sırasıyla 19,6 GW ve 12,6 GW seviyesinde gerçekleşti. Toplam kurulu gücü incelediğimizde ise 2024 yılında 9,2 GW artışla 115,4 GW seviyesine ulaşılmış oldu. Üretim verilerini incelediğimizde ise 2024 yılı Kasım ayı itibarıyla toplam üretim bir önceki yıla göre %5,1 artışla 317,5 TWh elektrik üretimi gerçekleşmiş oldu. Dolayısıyla, yenilenebilir enerjinin kurulu güçteki artan payı ile elektrik üretimi içerisindeki payı da bir önceki yılın aynı dönemine göre 5,4 puan artışla %46,7 seviyesinde gerçekleşti. Yenilenebilir enerji kaynaklarından elde edilen üretim 2024 yılı Kasım ayı itibarıyla geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %18,9 artışla 148,4 TWh seviyesinde gerçekleşti. 2024 yılında elektrik piyasasındaki fiyatlamlara baktığımızda ise Ukrayna – Rusya krizinin ardından elektrik fiyatlarında görülen yüksek seviyelerin ardından normalleşme sürecinin devam ettiğini takip ettik. 2024 yılı ortalama elektrik fiyatı (PTF) 68,10 \$/MWh olurken, çeyreksele gelişime baktığımızda yıl içerisinde en yüksek PTF 3Ç24’te 75,43 \$/MWh oldu. 2024 yılı içerisinde ise aylık bazda Temmuz ayında 78,82 \$/MWh seviyesi görüldü. Böylelikle 2024 yılı ortalama PTF fiyatı dolar bazında %29,5 gerilemeye işaret ediyor.

Enerji sektöründe yatırımlar yenilenebilir enerji alanında yoğunlaşarak devam ediyor. Enerji alanında ortaya konulan hedefler doğrultusunda arz güvenliği başta olmak üzere yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımıyla dışa bağımlılığın azaltılması ve net sıfır hedefiyle yeni yatırımlar için Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından yenilenebilir enerjiye yönelik teşvik edici adımlar atılmaya devam edilmiyor. Açıklanan son plana baktığımızda 2035 yılında 120 bin megavatlık güneş ve rüzgar kurulu gücüne ulaşılması ve 2035 yılına kadar toplam 108 milyar dolarlık yeni bir yatırım ve reform süreci başlatıldığı bildirildi. Yeni yatırımların devreye alınmasında önemli kriter olan izin süreçlerinin kısaltılacağına yönelik çalışmaların, önümüzdeki dönemde hem sektördeki yatırım iştahını canlı tutmaya devam edeceğini hem de yenilenebilir enerji alanının elektrik üretimi konusunda daha önemli bir konuma olacağını öngörüyoruz.

Grafik 5 : Yenilenebilir Enerjinin Kurulu Güçteki Payı



Grafik 6: Elektrik Üretiminin Yıllık Değişimi



Kaynak: Tatlıpınar Enerji, Halk Yatırım Araştırma

Finansallar ve Tahminler

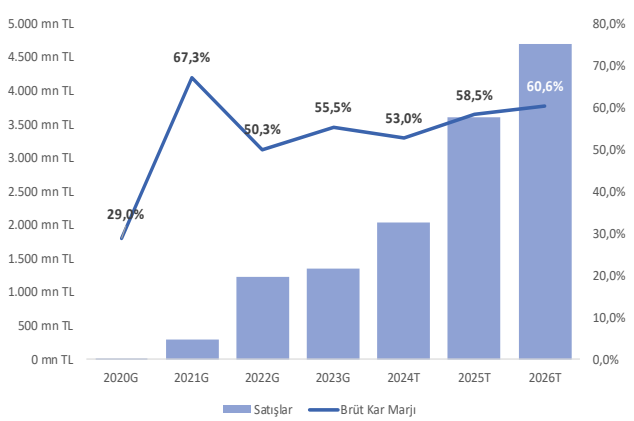
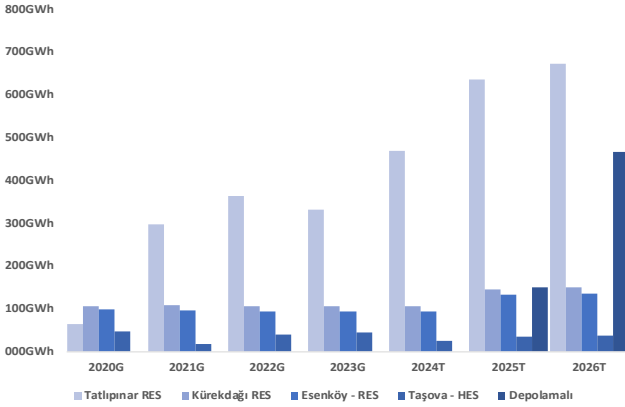
Satışlar

Tatlıpınar Enerji'nin satış gelirleri, 2023'te elektrik fiyatlarında görülen gerilemeye rağmen YEKDEM dahil gerçekleşen satışların etkisiyle yıllık bazda %9 artışla 1.352 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Şirket'in 2023 yılı satış gelirlerinin tamamı YEKDEM kapsamında satıldı. Üretim rakamlarına baktığımızda ise Şirket'in elektrik üretimi yıllık bazda %4,4 azalışla 576 GWh seviyesinde gerçekleşirken, elektrik üretiminde 332 GWh elektrik üretimi ile elektrik üretiminin %57,7'si Tatlıpınar RES santralinden kaydedildi. Hatırlanacağı üzere Şirket'in sahip olduğu santrallerin üretiminin tamamı YEKDEM kapsamında satılmaktadır. Elektrik üretiminin çoğunluğunun Tatlıpınar RES'lerden karşılanması finansalları döviz bazında korunaklı bir yapıya dönüştürüyor. Öte yandan, santrallerin kapasite faktörlerine baktığımızda Esenköy RES %33,87 ile santraller arasında en yüksek kapasite faktörüne sahip bulunuyor. Üretimde en yüksek paya sahip olan Tatlıpınar RES'in ise kapasite faktörü 2023 yılında %30,75 seviyesinde gerçekleşti. Bu çerçevede brüt karlılığa baktığımızda ise brüt kar marjı 5,2 puan artışla %55,5 seviyesinde gerçekleşirken, brüt karlılık yıllık bazda %20,4 artışla 751 mn TL seviyesinde gerçekleşti.

Özetle, 2024'te elektrik fiyatlarında normalleşme devam ederken, Şirket'in artan kurulu gücüne bağlı olarak elektrik üretiminde de artış görüldü. 2024 yılının dokuz aylık döneminde kurulu güç ve elektrik üretimini karşılaştırdığımızda 9A23'te 205,4 MW kurulu güce sahip olan şirket, 9A24'te 316,88 MW'a kurulu güce ulaştı. Aynı dönemde elektrik üretimi ise %18,34 artışla 490 GWh seviyesinde gerçekleşmiş oldu. 2024 sonuna ilişkin satış gelirlerinin yıllık bazda %51 artışla 2.044 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Segmentler bazında incelediğimizde ise rüzgar enerjisinden elektrik gelirlerinin yıllık bazda %25,6 artışla 1.832 mn TL seviyesinde, hidro elektrik enerjisinden elektrik gelirlerinin yıllık bazda %25,4 azalışla 63 mn TL seviyesinde ve güneş enerjisinden elektrik gelirlerinin 148 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Elektrik üretim tahminlerimiz ise yıllık bazda %20,3 artışla 693 GWh seviyesinde gerçekleşeceği yönünde bulunuyor. Önceki yıllara benzer şekilde Tatlıpınar RES'in üretimi 469,9 GWh üretim ile en yüksek üretim rakamına sahip olurken, aynı zamanda toplam üretim içerisindeki payının %67,8 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Üretim rakamlarındaki iyileşmede özellikle Tatlıpınar RES'te devreye alınan GES'in önemli katkı verdiğini takip ediyoruz. Kapasite faktörü tarafında ise Kürekdagi RES'in %33,8 ile en yüksek kapasite faktörüne ulaşacağını öngörüyoruz. 2024 yılında gerçekleşen elektrik üretiminin tamamının YEKDEM kapsamında satılacağını öngörüyoruz. Brüt karlılık tarafına baktığımızda ise brüt karın yıllık bazda %44,3 artışla 1.083 mn TL ve brüt kar marjının %51,7 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Brüt kar marjının yıllık bazda geri çekilmesinde yüksek enflasyona bağlı olarak elektrik giderlerindeki artan katkı payı ödemelerinin etkili olduğunu hesaplıyoruz.

Grafik 7 : Elektrik Üretimi ve Kapasite Faktörü

Grafik 8 : Satışlar ve Brüt Kar Marjı Gelişimi



Kaynak: Tatlıpınar Enerji, Halk Yatırım Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

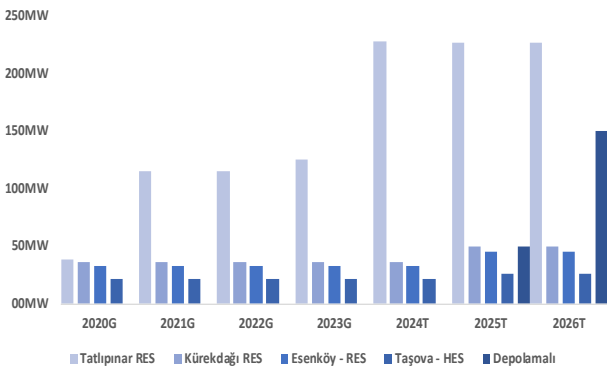
Finansallar ve Tahminler

2025 yılında kurulu güçte başta depolamalı GES dahil olmak üzere, Kürekdağı RES'te 13,5 MW, Esenköy RES'te 12,6 MW ve Taşova Hibrit GES'te 5 MW'lık kurulu güç artışının yaşanacağını düşünüyoruz. Şirket'in depolamalı lisans başvurularının 50 MW'lık kısmının 2025 yılında devreye alınabileceğini düşünüyoruz. Kurulu güçte görülen artış çerçevesinde elektrik üretiminin 2025 yılında yıllık bazda %58,9 artışla 1.101,6 GWh seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Tatlıpınar RES'in %57,9 ile elektrik üretimindeki en yüksek payı almasını bekliyoruz. Satış gelirlerinin ise yıllık bazda %76,7 artışla 3.613 mn TL seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Satış kırılımına baktığımızda ise rüzgar enerjisinden elektrik gelirlerinin yıllık bazda %29 artışla 2.372 mn TL seviyesinde, hidro elektrik enerjisinden elektrik gelirleri yıllık bazda %56 artışla 98,6 milyon TL, güneş enerjisinin elektrik gelirleri 735 mn TL, depolama kaynaklı üretim gelirlerinin 406 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Brüt karlılığın ise enflasyondaki gerileme ve depolamalı elektrik satışların desteğinde pozitif etkilendiğini takip ediyoruz. 2025'te brüt karlılığın yıllık bazda %95 artışla 2.112 mn TL ve brüt kar marjının %58,5 seviyesinde açıklanacağını öngörüyoruz.

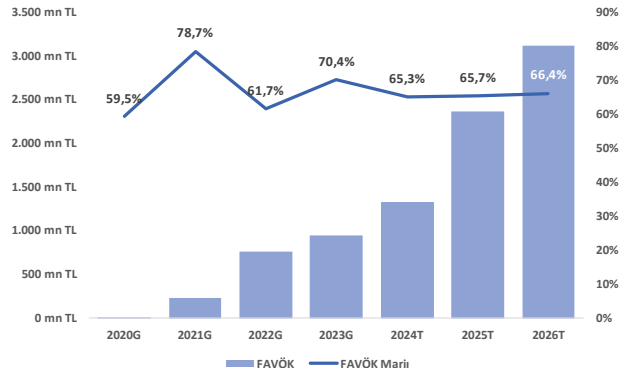
FAVÖK ve Operasyonel giderler

Şirket'in FAVÖK rakamı 2023'te yıllık bazda %24,4 artışla 952 mn TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı ise yeni santrallerin devreye alınmasıyla birlikte artan katkının desteğiyle %70,4 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK'ün 2024'te yıllık bazda %40,4 artışla 1.336 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Marjlar tarafında ise son dönemde santral işletme maliyetlerindeki artışın etkisiyle brüt karlılık tarafında görülen daralmanın yansması ve işçilik ücretlerinin yüksek seyretmesine bağlı olarak operasyonel giderlerin artmasıyla FAVÖK marjının yıllık bazda 5,1 puan azalışla %65,3 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2025 yılına ilişkin olarak ise özellikle depolamalı enerji santrallerinin zaman içerisinde devreye alınmasıyla birlikte ulaşılacak kurulu güçteki artışa ek olarak, depolamalıların sağlayacağı fonksiyonel gelir artışlarının desteğiyle marjlarda iyileşme yaşanacağını öngörüyoruz. Böylelikle FAVÖK'ün 2025'te yıllık bazda %77,5 artışla 2.372 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, FAVÖK marjının ise 40 baz puan iyileşme ile %65,7 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Operasyonel giderler tarafını incelediğimizde 2023 yılı itibariyle enflasyondaki artış doğrultusunda işçi ve kira giderleri ivme kazanırken, halka arza hazırlık sürecinin de etkisiyle danışmanlık giderlerinde görülen artış operasyonel giderlerindeki yükselişe neden olan önem unsurlardan oldu. 2023 yılında operasyonel giderler bir önceki yıla göre hızlı yükselişle 23 mn TL seviyesine yükselirken, giderlerin satışlara oranı 1,1 puan artışla %1,7 seviyesine yükseldi. 2024 yılında operasyonel giderlerin devam eden maliyet baskıları ile artış göstermeye devam ettiğini takip ettik. Böylelikle 2024'te 61 mn TL operasyonel gider kaydedilmesini, operasyonel giderlerin satışa oranının 1,3 puan artışla %3,0 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2025 yılında ise özellikle danışmanlık giderlerinin azalış göstermesini ve artan satış gelirlerinin desteğinde, operasyonel giderler tarafında iyileşme beklentimiz bulunuyor. 2025'te 72 mn TL operasyonel gider kaydetmesini, giderlerin satışa oranının 100 baz puan azalışla %2,0 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Grafik 9 : Kurulu Güç Gelişimi



Grafik 10 : FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi



Kaynak: Tatlıpınar Enerji, Halk Yatırım Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



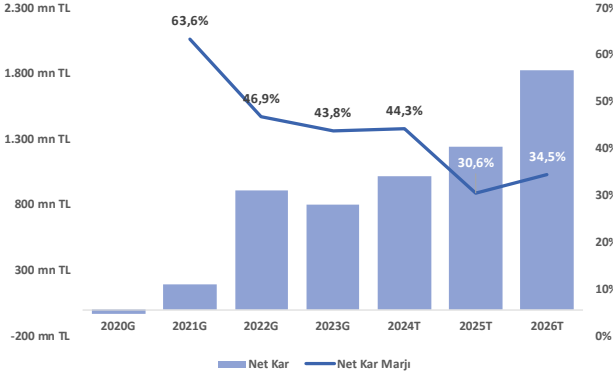
halkyatirim

Finansallar ve Tahminler

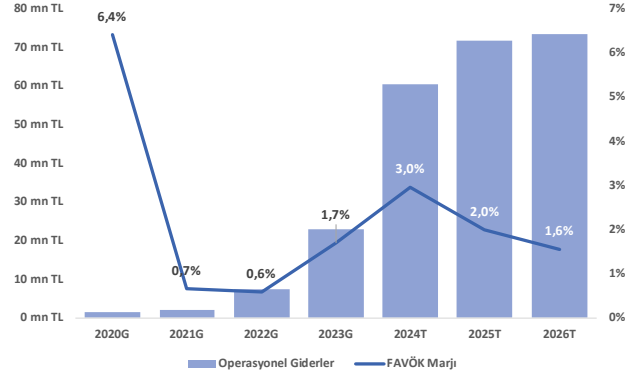
Net Kar

Tatlıpınar Enerji'nin 2023'te ana ortaklık net karı yıllık bazda %1,72 artışla 592 mn TL seviyesinde gerçekleşirken, net kar marjı %43,8 seviyesinde gerçekleşmişti. Şirketin yatırım döneminde olması nedeniyle son dönemde artan yatırımların borçluluğa etkisiyle birlikte karlılığın baskılanacağını düşünüyoruz. 2023 yılında operasyonel karlılık tarafında görülen iyileşmeye karşın nette kaydedilen 359 mn TL'lik finansman gideri karlılığı aşağı çeken ana unsur oldu. 2024 yılı özelinde ise hem operasyonel giderlerde görülen artış hem de brüt karlılıktaki daralmaya bağlı olarak karlılığın bir önceki yılın altında gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede 2024 yılında ana ortaklık net karının yıllık bazda %52,9 artışla 905 mn TL, net kar marjının 50 baz puan artışla %44,3 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2025 yılında karlılık tarafında ise artan net finansman giderine bağlı olarak net karlılıkta büyümenin sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2025 yılında ana ortaklık net kar rakamının %22 azalışla 1.105 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2025 yılında net kar marjı tahminimiz ise %30,6 seviyesinde bulunuyor.

Grafik 11 : Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi



Grafik 12 : Operasyonel Giderler / Satışlar



Kaynak: Tatlıpınar Enerji, Halk Yatırım Araştırma



Finansallar & Tahminler

(TL mn)	2023G	2024E	2025E	2026E
Net Satışlar	1.352	2.044	3.613	4.713
Satışların Maliyeti	-601	-961	-1.501	-1.858
Brüt Kar	751	1.083	2.112	2.855
Faaliyet Giderleri	-23	-61	-72	-74
FVÖK	728	1.023	2.041	2.781
Amortisman	-224	-313	-331	-346
FAVÖK	952	1.336	2.372	3.127
Diğer gelir/gider (net)	46	-115	-317	-413
Finansal gelir/gider (net)	-359	-152	-828	-1.002
Özk. Yat. Kar / Zarar	99	16	101	131
Parasal Kayıp/Kazanç	0	0	0	0
VÖK	513	772	996	1.498
Vergi	-290	-248	-249	-336
Net Kar	803	1.020	1.245	1.833
Azınlık Payları	211	115	140	206
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	592	905	1.105	1.627
Toplam Aktifler	8.819	11.581	16.614	21.098
Nakit ve Nakit Benzerleri	688	2.796	6.939	10.896
Maddi Duran Varlıklar	6.267	6.158	6.007	5.803
Stoklar	0	0	0	0
Toplam Borç	3.685	5.293	8.936	11.490
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	4.685	5.705	6.950	8.783
Piyasa Değeri	8.634	13.885	13.885	13.885
Net Borç/ (Net Nakit)	2.997	2.497	1.997	594
Azınlık Payları	1.948	1.502	1.502	1.502
Firma Değeri	13.579	17.884	17.384	15.980

Büyüme (%)	2023G	2024E	2025E	2026E
<i>Net Satış</i>	9,02	51,21	76,72	30,44
<i>SMMM</i>	-2,51	59,88	56,10	23,81
<i>Brüt Kar</i>	20,43	44,27	95,02	35,15
<i>Faaliyet Giderleri</i>	214,28	163,72	18,56	2,43
<i>FVÖK</i>	18,13	40,50	99,54	36,30
<i>FAVÖK</i>	24,42	40,39	77,55	31,83
<i>VÖK</i>	-33,30	50,46	29,00	50,34
<i>Net Kar (Ana Ortaklık Payları)</i>	1,72	52,96	22,06	47,22
<i>Toplam Borç</i>	60,73	43,64	68,83	28,59
<i>Net Borç</i>	-	-16,69	-20,02	-70,27
<i>Toplam Aktifler</i>	71,46	31,32	43,47	26,99
<i>Özkaynaklar</i>	78,52	21,77	21,82	26,37

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma Tahmin



Finansallar & Tahminler

Marjlar	2023G	2024E	2025E	2026E
Brüt Kar Marjı	55,5	53,0	58,5	60,6
FAVÖK	70,4	65,3	65,7	66,4
FVÖK	53,8	50,0	56,5	59,0
VÖK	38,0	37,8	27,6	31,8
Net Kar	43,8	44,3	30,6	34,5
Amortisman	16,6	15,3	9,2	7,3
Stoklar	0,0	0,0	0,0	0,0
Satışların Maliyeti	44,5	47,0	41,5	39,4
Faal.Giderleri	1,7	3,0	2,0	1,6
Finansal gelir/gider (net)	-3,4	5,6	8,8	8,8
Kaynak maliyeti (net)	6,1	5,9	3,7	3,0

Karlılık Göstergeleri (%)	2023G	2024E	2025E	2026E
Aktif devir hızı	15,33	17,65	21,75	22,34
Aktif karlılığı	6,71	7,82	6,65	7,71
Özkaynak karlılığı	12,63	15,87	15,90	18,52

Kaldıraç	2023G	2024E	2025E	2026E
Borç/Aktifler	41,78x	45,70x	53,78x	54,46x
Borç/Özsermaye	78,65x	92,77x	128,57x	130,82x
Net Borç/Özsermaye	0,64x	0,44x	0,29x	0,07x
Net Borç/FAVÖK	3,15x	1,87x	0,84x	0,19x

Oran ve Çarpanlar	2023G	2024E	2025E	2026E
Hisse Başı Kar (TL)	2,11	3,23	3,94	5,80
Hisse Başı Temettü (TL)	0,00	0,00	0,00	0,00
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	16,70	20,34	24,78	31,31
FD/Satışlar	10,0x	8,7x	4,8x	3,4x
FD/FAVÖK	14,3x	13,4x	7,3x	5,1x
F/K	14,59	15,34	12,57	8,54
PD/DD	1,84	2,43	2,00	1,58

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma Tahmin



Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

İlknur TURHAN

Müdür
Gıda Perakendeciliği, Cam, Çimento, GYO,
Mobilya, Gıda, Giyim

ITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Yönetmen
Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım,
Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt

ABayram@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 30

Yasin SARIHAN

Uzman
Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda & İçecek,
Enerji

YSarihan@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 26

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman
Havacılık, Demir - Çelik

KDemirtas@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 45

Mücahid YILDIRIM

Uzman Yardımcısı
Piyasalar ve Strateji

mucahidy@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 81 70

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim